

W28  
(9228)

Documento de Trabajo

9228

ARTICULACION DEL CONTROL MONETARIO  
EN LOS PRINCIPALES PAISES  
DESARROLLADOS

Nieves García-Santos

X480055563



FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES  
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID.  
Campus de Somosaguas. 28.223 MADRID.

## **Articulación del control monetario en los principales países desarrollados**

Nieves García-Santos  
Profesora titular de Política Económica

<b><u>Índice:</u></b>	<b><u>página</u></b>
1.- Introducción	1
2.- Países del área del dólar	2
2.1.-Estados Unidos	2
2.2.-Canadá	5
2.3.-Australia	7
2.4.-Nueva Zelanda	8
3.- Países del área del Japón	9
3.1.-Japón	9
4.- Países europeos	11
4.1.-SME	11
4.2.-Alemania	14
4.3.-Gran Bretaña	16
4.4.-Francia	18
4.5.-Italia	19
4.6.-España	22
4.7.-Bélgica	24
4.8.-Suiza	26
5.- Cuadros resumen	29

### **1.-Introducción**

El presente documento pretende ser una guía útil para la comparación de los procedimientos de instrumentación monetaria de los principales países desarrollados. Para cada país se describe la estructura institucional de la política monetaria: quién ejerce la autoridad monetaria, y, consecuentemente cual es el grado de independencia del banco central. En segundo lugar se comenta cual es la articulación del control monetario, indicando los objetivos últimos atribuidos a la política monetaria; las variables monetarias que se controlan (objetivos intermedios) y los instrumentos monetarios. Asimismo se analizan las variables operativas utilizadas en cada país, entre las cuales, las operaciones de mercado abierto suelen ocupar un lugar relevante. Por último se comentan las señales más indicativas de los cambios en la política monetaria, y se finaliza mencionando quienes son las personas relevantes actualmente para la política monetaria.

Los países seleccionados los han sido por su importancia en los mercados financieros internacionales. Se han agrupado en tres grupos: países del área de dólar, Japón, y países europeos. En éste último caso se comentan brevemente las características del Sistema Monetario Europeo, que constituye un marco de obligada referencia para la política monetaria de los países integrantes en el mismo.

## **2.-PAISES DEL AREA DEL DOLAR**

### **2.1.-Estados Unidos**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

Está compuesta por el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC); el Consejo de la Reserva Federal (Fed) y el presidente del Consejo de la Reserva Federal.

**Consejo de la Reserva Federal:** Formado por siete gobernadores elegidos por periodos de 14 años. El presidente y el vice-presidente se escogen entre los gobernadores por periodos de cuatro años.

**Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC):** Está formado por los siete gobernadores del Consejo de la Reserva Federal más los presidentes de los doce Bancos de la Reserva Federal. Sólomente cinco de los doce presidentes tienen derecho a votar cada vez; estos son el presidente del banco de Nueva York (NY Fed) más otros cuatro miembros rotativamente.

##### **Frecuencia de las reuniones de política monetaria**

El FOMC se reúne ocho veces al año con intervalos de aproximadamente seis semanas. El Consejo de gobernadores se reúnen frecuentemente. Los gobernadores reciben información sobre los últimos acontecimientos monetarios y económicos al menos una vez a la semana.

##### **Grado de independencia del banco central:** moderada

##### **Información remitida por el banco central**

- Resúmenes de cada reunión del FOMC: se publican los viernes después de la reunión, alrededor de las 4:30 h. Esos resúmenes incluyen las directrices de política monetaria dadas por el Comité a los gestores del NY Fed (comunmente llamada "la mesa de operaciones").
- Los cambios en el tipo de descuento se anuncian inmediatamente mediante anuncios de prensa.
- El Consejo de la Reserva Federal remite un Informe de Política Monetaria al Congreso, dos veces al año (en febrero y en junio) en el cual establece los objetivos de crecimiento de la oferta monetaria y el crecimiento esperado del PIB y de la inflación para el año. El presidente del Fed testifica ante comités de ambas cámaras del Congreso (testimonio "Humphrey-Hawkins") sobre este Informe y responde a preguntas sobre el mismo.
- El presidente del Fed algunas veces realiza otras intervenciones en el congreso o en otros foros para sugerir cambios posibles o para confirmar cambios recientes realizados mediante operaciones de mercado abierto.

En la práctica, la política monetaria en Estados Unidos se realiza de forma equilibrada entre el presidente del Fed y los otros miembros del FOMC, aunque el presidente suele tener una importancia mayor. El Comité emite directrices a los miembros de la mesa de operaciones del Fed de NY respecto al "grado de presión de las posiciones de reservas" de los bancos. Las directrices no especifican los niveles de los tipos de interés de los depósitos (Fed funds) pero es obvio que un mayor grado de presión implica un objetivo de tipos mas elevados y viceversa. Algunas veces el Comité vota a favor de realizar cambios de forma inmediata después de su reunión, pero es más frecuente que simplemente se refiera a "desviaciones" de objetivos durante el periodo transcurrido entre sus reuniones, como indicativos del cambio de dirección deseado. Los cambios son decididos por el presidente después de consultar a los jefes de la mesa de operaciones del Fed de NY y a miembros influyentes del FOMC. La libertad del presidente para realizar cambios en la política monetaria de forma autónoma dentro de una directriz determinada es variable y a menudo controvertida y depende del apoyo de algunos miembros del FOMC. En general el presidente puede realizar cambios de forma autónoma pero suele tomar sus decisiones de forma lo más consensuada posible. La relación entre el presidente y el Consejo es similar respecto a los cambios en los tipos de descuento, aunque es muy raro que el Consejo se llegue a oponer al presidente.

## 2.-Control monetario

### Variables de política monetaria

**Instrumentos:** El objetivo nominal es el nivel disponible de préstamos posibles del Fed, que se asocia con un nivel deseado de crecimiento de las reservas bancarias. El objetivo real durante los últimos cuatro años ha sido, sin embargo, el nivel del tipo de interés de los *Fed funds* (entre límites del 1-8%).

**Objetivos intermedios:** Son los agregados M2 y M3, aunque M1 lo era hasta 1986. El Fed también realiza un seguimiento de la deuda no financiera.

**Objetivos últimos:** Las directrices del FOMC a la mesa de operaciones del Fed de NY han llegado a mencionar hasta cuatro causas para modificar la política monetaria: estabilidad de precios, fortaleza del crecimiento de la inversión, comportamiento de los agregados monetarios, y comportamiento de los mercados de cambios y mercados monetarios.

### Variables operativas:

#### **Operaciones de mercado abierto:**

Las operaciones de mercado abierto se llevan a cabo, en general, con un grupo de *primary dealers* (creadores de mercado) de deuda pública (actualmente alrededor de 40) que son bancos y sociedades de valores. Los activos que se pueden utilizar son pagarés del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y, en el caso de repos, activos emitidos por agencias del Gobierno.

**Los repos** (*repurchases arrangements*) se negocian diariamente, según se necesite para contrarrestar déficits temporales de reservas. Los "repos de sistema" (*multiday system repos*) para períodos más largos se usan para hacer frente a necesidades de reservas que pueden persistir durante parte del periodo de mantenimiento de reservas (dos semanas) y no se consideran significativos para la política monetaria. Los activos utilizados como colateral en los repos para varios días pueden ser redescontados por los *dealers* después del primer día forzando al Fed a repetir la operación. Es frecuente que se usen repos a un día (*overnight*) o de fin de semana para "protestar" sobre el nivel de los tipos de interés de los *Fed funds* existente en el momento de la intervención (y esto podría señalar un cambio de política hacia un tipo de interés inferior). Los "repos de clientes" (*customer repos*), que, al contrario que los repos de sistema, tienen un volumen anunciado, se utilizan para hacer frente a necesidades pequeñas de reservas, y tienen siempre una duración diaria o de fin de semana. Se utilizaban originariamente para evitar drenajes de reservas cuando el sector exterior reducía la base monetaria en el Fed. Actualmente constituyen una herramienta adicional del Fed para realizar su política monetaria. A veces se utilizan para indicar satisfacción con los tipos de interés existentes, con diferencia a los "repos del sistema" que pueden interpretarse como deseo del Fed de reducir los tipos de interés.

**Los acuerdos de venta-compra simultáneos** o ventas simultáneas (*matched sales-purchase arrangements* o *reverses*) también se negocian diariamente según la necesidad que exista de drenar excesos temporales de reservas. Las ventas simultáneas también se realizan con un plazo de varios días, como los repos, con la diferencia de que los activos deben mantenerse durante todo el periodo de la operación, con lo cual el tamaño de la operación es fijo durante todo el periodo. Existen también ventas simultáneas diarias o de fin de semana. El Fed no lleva a cabo operaciones de ventas simultáneas en nombre de clientes, aunque recientemente ha anunciado que podría conceder financiación con colateral para clientes en pequeñas cuantías en sus operaciones regulares con los *primary dealers*.

Las **compras a vencimiento de deuda pública** (*outright purchases of government securities*) se realizan varias veces al año (entre cuatro y ocho veces) para proporcionar reservas de forma permanente. Estas compras se hacen normalmente en periodos en los que existe un déficit de liquidez particularmente elevado (como en periodos de pago de impuestos o al final del año cuando la demanda de moneda y de depósitos es grande). Los acuerdos de compras a vencimiento casi nunca son significativos para la política monetaria aunque a veces el momento de realizarlas y su volumen han sido utilizados para presionar a la baja los tipos de interés de los *Fed funds* en anticipación a una señal posterior de relajación monetaria.

Las **ventas a vencimiento de deuda pública** (*outright sales of government securities*) son similares a las compras a vencimiento pero más infrecuentes ya que las necesidades de reservas tienden a crecer con el tiempo. Aunque el

Fed puede vender tanto títulos al descuento como con cupón, normalmente ha hecho ventas de activos al descuento.

Las *compras y ventas "no declaradas" de deuda pública* a bancos centrales extranjeros clientes no son operaciones de mercado abierto aunque se utilizan a menudo para cubrir necesidades de reservas. Aunque estas operaciones son iniciadas por el cliente, el Fed normalmente neutralizará su efecto (pasando las operaciones a los *primary dealers*) a menos que sean consistentes con el saldo de reservas de un periodo de mantenimiento determinado. A veces el Fed ha permitido alguna desviación en su objetivo de liquidez provocado por la absorción de las transacciones de un cliente cuando haber ajustado sus necesidades de reservas mediante operaciones de mercado abierto hubiera implicado enviar señales equívocas al mercado sobre el nivel deseado en los tipos de interés de los Fed funds.

**Horario de intervención:** Los repos y las ventas simultáneas se realizan entre las 11:30 y las 11:40 horas. Las intervenciones tempranas (alrededor de las 10:30 h.) se realizan en días en que los mercados cierran por la tarde o cuando se necesita una operación técnica de elevado volumen (esto permite al Fed "congelar" los activos usados como colateral antes de que estos se financien en otro lado). Además, el Fed puede realizar intervenciones tempranas en repos de sistema o en ventas simultáneas para protestar fuertemente contra el nivel existente en los tipos de los Fed funds, especialmente si un elevado número de participantes anticipa incorrectamente un cambio de política. Las compras a vencimiento se realizan normalmente entre las 12:30 y las 1:15 horas.

**Otros instrumentos de política monetaria:**

**El tipo de descuento:** La importancia del tipo de descuento como un instrumento de la política monetaria americana a menudo se minimiza o ignora. Debido a la mayor importancia de los tipos de interés de los Fed funds, muchos analistas los han considerado como de escasa importancia política. Sin embargo el tipo de descuento realiza diferentes funciones de política monetaria:

**Efecto anuncio:** El tipo de descuento es el único tipo de interés que el Fed admite controlar. Por lo tanto, cuando el Fed modifica el tipo de descuento está indicando claramente la dirección en la que pretende que se muevan los tipos de interés a corto plazo. Esto es particularmente importante en el caso de aumentos en los tipos de interés ya que el Fed tiene la opción de elevar los tipos de los Fed funds sin modificar el tipo de descuento. Hasta recientemente, los ajustes en el tipo de descuento eran simplemente idénticos en los ajustes en los tipos de los Fed funds, pero actualmente (con Greenspan como presidente del Fed) no existe tanta correlación entre ambos cambios.

**Tipos mínimos de los Fed funds:** Al desear controlar los préstamos que realiza, el Fed mantiene un diferencial positivo entre los tipos de los Fed funds y los tipos de descuento. De otra forma los bancos con acceso al mercado de Fed funds realizarían poco uso de la "ventana" del Fed. A pesar de que en la práctica el Fed no realiza un control de los préstamos, sí lo hace formalmente, y sería reticente a abandonar el control posible sobre las reservas, lo que ocurriría si pusiera un tipo de los Fed funds por debajo del tipo de descuento. Por lo tanto, el tipo de descuento sirve de sujeción a los tipos de los Fed funds. Cuando el Fed está relajando la política monetaria el tipo de descuento debe ser reducido para lograr el nivel deseado de los tipos de los Fed funds (que puede ser inferior al tipo de descuento pre-existente).

### **3.-Señales de política monetaria**

**Que se debe mirar:**

Unas operaciones de mercado abierto inconsistentes con los tipos de los Fed funds o con las necesidades de reservas: El Fed indica o confirma cambios en los tipos de interés de los Fed funds mediante operaciones de mercado abierto. Estas operaciones también se utilizan para cubrir necesidades de reservas, con lo que pueden indicar cambios "técnicos" o cambios de política. Los analistas estiman las necesidades técnicas de reservas en cada periodo de mantenimiento de reservas y así pueden determinar qué intervenciones son neutrales. Las desviaciones pueden indicar cambios de política. Un segundo criterio es el nivel de los tipos de interés de los Fed funds al cual se realizan las operaciones. El Fed raramente añade reservas cuando el tipo de los Fed funds está por debajo de su objetivo o drena reservas cuando se encuentra por encima de su objetivo. En la etapa de Greenspan, el Fed ha tratado de ser claro en la emisión de señales de política monetaria. Los movimientos de relajación monetaria se señalan de una de las maneras siguientes: un repo de sistema diario cuando el tipo de los Fed funds

está cerca (o ligeramente por debajo) de un objetivo pre-existente, pero encima del nuevo objetivo pretendido; o un repo de clientes cuando las expectativas del mercado ya han conducido a los tipos de los Fed funds cerca de su nuevo nivel. Los cambios hacia una mayor restricción monetaria pueden ser señalados mediante ventas simultáneas diarias (a un tipo cercano al pre-existente pero inferior al nuevo) o mediante ninguna acción en respuesta a un tipo de los fed funds superior al objetivo anterior. Es importante recordar que bajo Greenspan no hay reglas fijas ni permanentes respecto a las variaciones de la política monetaria, y tanto el mercado como algunos analistas han equivocado sus interpretaciones en ocasiones.

**Cambios en el tipo de descuento mediante comunicados de prensa:** Los cambios en el tipo de descuento son anunciados mediante comunicados de prensa del Consejo de gobernadores del Fed. El comunicado normalmente incluye una explicación del cambio indicando la magnitud de ajuste en los tipos de interés de los Fed funds.

**Intervenciones del presidente del Fed, especialmente en el congreso:** Estas intervenciones captan la atención del mercado porque indican las prioridades del Fed y el tono general de la política. Además en ocasiones se han utilizado para realizar cambios inminentes de política monetaria, particularmente cuando el presidente hace público su punto de vista (y posible preocupación) respecto algunos acontecimientos. Los discursos de otros miembros del FOMC pueden reflejar puntos de vista personales en lugar de el punto de vista común.

**Informes de prensa citando a cargos del Fed:** A veces la prensa incluye comentarios y filtraciones respecto las intenciones de política monetaria y las decisiones del FOMC, especialmente en el Wall Street Journal, New York Times y Washington Post.

## 2.2.-Canadá

### 1.-Estructura institucional

#### Autoridad monetaria

La política monetaria se establece por el gobernador del Banco de Canadá, cuyo cargo es elegido por un mandato de siete años.

Hay catorce miembros en el Consejo, pero el gobernador tiene la responsabilidad exclusiva respecto a la política monetaria.

#### Frecuencia de las reuniones de política monetaria

El gobernador se reúne con su equipo diariamente. El Consejo de Directores se reúnen alrededor de siete veces al año, por esas en esas reuniones no se deciden líneas de política monetaria sino que sirven de ocasión para que el gobernador comunique decisiones al Consejo.

#### Grado de independencia del banco central:

El gobernador del Banco de Canadá es uno de los presidentes de los bancos centrales más independientes. Aunque el Ministro de Economía tiene autoridad para pedir al gobernador que siga una política determinada, esta autoridad no se ha empleado nunca.

#### Información remitida por el banco central

Las decisiones políticas se describen en los "Comentarios del gobernador" al Consejo de Directores del Banco de Canadá, que se incluyen en los "Extractos de las minutas de las reuniones del Consejo de Directores". Estas se publican con un desfase semanal el miércoles después de la siguiente reunión. Información sobre la política monetaria también se encuentra en los discursos del gobernador del Banco de Canadá y en el Informe Anual del Banco de Canadá.

### 2.-Control monetario

#### Variables de política monetaria

**Instrumentos:** El principal objetivo del Banco de Canadá es el tipo de interés de los *Treasury bills* a 3 meses. El banco central presta una atención especial a este tipo de interés en el mercado "sombra" como indicador de las expectativas de mercado. El tipo de interés oficial (al cual el Banco de Canadá presta a los bancos comerciales) se fija 25 puntos base sobre el tipo de los *Treasury bills* a 3 meses; es decir, éste sirve de tipo de descuento flotante. Como tal, el tipo de interés de los *Treasury bills* a 3 meses influye directamente sobre los costes de endeudamiento del sector privado.

El Banco de Canadá influye sobre los tipos de los *Treasury bills* a 3 meses a través de intervenciones en el mercado interbancario. El Banco de Canadá interviene en el mercado interbancario movilizándolo sus propios depósitos y a través de intervenciones del mercado monetario.

**Objetivos intermedios:** El Banco de Canadá abandonó el control de M1 en 1982 y desde entonces no tiene objetivos cuantitativos.

**Indicadores intermedios:** Se utilizan un grupo de indicadores intermedios para vigilar las presiones y las expectativas inflacionistas. Estos incluyen los agregados monetarios, la expansión de crédito, la forma de la curva de rendimientos, el valor del dólar canadiense y los salarios pactados.

Los agregados monetarios más vigilados son M2 y M2+. M2 incluye el efectivo y los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y de ahorro del sector privado y depósitos de ahorro del sector no-privado en bancos. M2+ incluye M2 más depósitos del sector privado en instituciones hipotecarias y de ahorro, cooperativas de crédito y cajas populares.

**Objetivos últimos:** El objetivo último es la estabilidad de precios, y la política del Banco de Canadá se dirige hacia la reducción gradual de la inflación.

#### Variables operativas:

El Banco de Canadá utiliza diferentes técnicas para influir sobre los tipos de interés a corto plazo. La técnica principal es el *ajuste diario de los depósitos* que los bancos y otros miembros liquidadores de la Asociación de Pagos Canadiense mantienen en el Banco de Canadá. Estos depósitos actúan como "colchón" en relación con los pagos aleatorios y sirven para las reservas mínimas obligatorias. El Banco de Canadá ajusta el nivel de esos depósitos diariamente, efectuando operaciones de drenaje o de redepósito diariamente después de las 5 de la tarde. Cada miembro liquidador es informado de las transferencias directas a las 8,30 de la mañana del día siguiente.

Las *operaciones de mercado abierto* del Banco de Canadá también afectan el tipo de financiación diario. El tipo de operación más común son los *acuerdos de compra y reventa* (repo o PRA) llevados a cabo por ciertos agentes del mercado, que conllevan compras por el Banco de Canadá de títulos de deuda pública a corto plazo que los agentes recompran, normalmente, al día siguiente. El Banco de Canadá puede decidir relajar directamente el coste de la financiación diaria realizando repos especiales por una cantidad y a un tipo de interés elegidos por él. El Banco de Canadá puede también hacer *acuerdos de venta y de recompra* (reverse o SRA) para elevar los tipos de interés.

El Banco de Canadá también puede afectar los tipos de interés mediante la compra o venta *directa* de *Treasury bills* (casi siempre a 3 meses)

### 3.-Señales de política monetaria

#### **Que se debe mirar:**

**Tipo de interés día a día a la apertura:** La variación de la política monetaria se observa cada mañana a las 8,40 cuando se establece el tipo día a día. Variaciones en el tipo día a día se suponen que reflejan el tono de la política del Banco de Canadá.

**Intervención del Banco de Canadá:** La intervención del banco central se interpreta como una señal de la política monetaria. Los observadores se fijan en el nivel del tipo de interés de los *Treasury bills* a 3 meses en el momento en el que el banco central interviene. Una intervención del Banco antes de la 10 de la mañana se considera una señal "fuerte" de las intenciones del Banco, y una intervención por la tarde se considera una señal "débil".

## **2.3.-Australia**

### **1.-Estructura institucional**

#### **Autoridad monetaria**

Es el Consejo del Banco de Australia, que está formado por el gobernador, el subgobernador, el secretario del Tesoro y siete miembros independientes nombrados por el Gobierno.

#### **Frecuencia de las reuniones de política monetaria**

Normalmente el primer martes de cada mes.

**Grado de independencia del banco central:** Los poderes del banco central son amplios y las decisiones pueden aprobarse con una sesión especial del Parlamento. En la práctica el gobernador consulta los cambios de política monetaria con el director general del Tesoro.

#### **Información remitida por el banco central**

- Se publican las intervenciones diarias
- Hay comunicados de prensa y el Banco de Australia publica un boletín mensual
- El gobernador realiza discursos frecuentes en diversos foros
- Se anuncian las emisiones de bonos públicos y los cambios de política monetaria a través de servicios de difusión de información (Reuters y Telerate).

### **2.-Control monetario**

#### **Variables de política monetaria**

**Instrumentos:** Es el tipo de interés día a día y el tipo de cambio

**Objetivos intermedios:** Consiste en reducir la volatilidad del tipo de cambio y de los tipos de interés a través de intervenciones directas de mercado, siempre con visión a largo plazo

**Objetivos últimos:** Según la ley que regula el banco central es tarea del mismo contribuir a la estabilidad de la moneda, el mantenimiento del pleno empleo y la consecución de la prosperidad y el bienestar de la población.

#### **Variables operativas de política monetaria:**

##### **Operaciones de mercado abierto**

Todas las mañanas, a las 9,30, el Banco de Australia anuncia la posición de reservas del sistema bancario. El Banco de Australia también anuncia los bonos o los pagarés del Gobierno no retirados aún de la última subasta; para suavizar los efectos de las subastas de deuda pública, aquellos que han obtenido bonos en las subastas disponen de siete días para liquidarlos. El Banco de Australia también anuncia sus intenciones para el día así como el tipo de redescuento. Este es el tipo al cual el Banco de Australia redescontará *Treasury notes* a los bancos y a los *negociantes de deuda* que no han podido cubrir sus necesidades de reservas acudiendo al mercado. El tipo de redescuento es penalizador y se utiliza raramente ya que el Banco de Australia asegura que el sistema bancario puedan cubrir sus necesidades de reservas en el mercado y a tipos de mercado.

##### **Tipos de operaciones:**

**Los repos:** el Banco de Australia realiza repos a corto plazo con bancos y con instituciones oficiales de descuento.

**Compras a vencimiento de deuda pública (*Commonwealth Government securities*):** el Banco de Australia negocia a corto plazo papel público para gestionar la liquidez interbancaria. Algunas veces también interviene con bonos públicos a largo plazo de acuerdo con los objetivos intermedios de la política monetaria.



**Swaps de divisas:** De vez en cuando el Banco de Australia lleva a cabo swaps de US\$/A\$ para compensar los efectos sobre la liquidez interna provocados por sus intervenciones en el mercado de cambios.

### **3.-Señales de política monetaria**

**Que se debe mirar:**

El Banco de Australia actualmente realiza operaciones discrecionales a la vez que el gobernador anuncia al mercado cual es el nuevo objetivo para el tipo de interés día a día y explica cuales son los motivos del cambio. Anteriormente realizaba operaciones mas continuas de regulación de la liquidez.

El Consejo del Banco de Australia una vez que ha acordado un determinado cambio de la política monetaria deja libertad al Banco para el momento exacto de su realización. En su deseo de contribuir a la estabilidad de mercado el Banco evita realizar los cambios en fechas cuando se publican cifras económicas, cierre de contratos de futuros, etc. Las fechas más probables para los cambios monetarios son la semana después de la reunión del Banco o después de la publicación de una noticia económica importante.

### **2.4.-Nueva Zelanda**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

Es el Consejo del Banco de Nueva Zelanda, que está formado por el gobernador y dos subgobernadores, más seis miembros independientes nombrados por el Gobierno

##### **Frecuencia de las reuniones de política monetaria**

Normalmente se reúnen el tercer jueves de cada mes. Al menos se deben reunir diez veces al año.

**Grado de independencia del banco central:** La ley constitutiva del banco central (1989) establece un marco de independencia para el diseño y la instrumentación de la política monetaria en Nueva Zelanda. El Gobierno de Nueva Zelanda tiene la responsabilidad de determinar los objetivos de la política monetaria, y el Banco de Nueva Zelanda tiene la responsabilidad de formular una política monetaria dirigida a la consecución de dichos fines.

##### **Información remitida por el banco central**

Los cambios en la política monetaria se conocían mediante el anuncio de un objetivo de reservas diario en el momento de realizar las operaciones de mercado abierto. Recientemente, el Banco de Nueva Zelanda ha preferido utilizar los tipos de interés como indicador de la política monetaria y los cambios en los mismos se anuncian públicamente, aunque los objetivos de tipos de interés no tienen necesariamente por qué descubrirse.

### **2.-Control monetario**

#### **Variables de política monetaria**

##### **Instrumentos:**

***Objetivo de reservas diario:*** El Banco de Nueva Zelanda determina el objetivo de reservas bancarias (objetivo de caja). En lugar de equilibrar las necesidades de liquidez del sistema bancario diariamente, el Banco de Nueva Zelanda normalmente busca un objetivo de superavit de unos 15 millones de \$NZ, que puede aumentarse o reducirse según se desee restringir o relajar la política monetaria.

***Tipo de descuento:*** Está fijado en un 0.9% por encima de un tipo de mercado relevante, que puede ser el tipo día a día, el de los pagarés a una semana o a tres semanas, dependiendo del periodo de descuento. El tipo de descuento puede ser elevado o reducido para variar la penalización de descontar activos en el banco central.

**Objetivos últimos:** Según la legislación actual el único objetivo de la política monetaria es conseguir y mantener la estabilidad del nivel general de precios. La estabilidad de precios se define en la ley constitutiva del banco central y en la normativa de objetivos de política económica como una tasa entre el 0% y el 2% en 1993. El Gobierno puede introducir cambios temporales en este objetivo, pero debe ser debatido antes en el Parlamento.

#### **Variables operativas de política monetaria:**

Las operaciones diarias del Banco de Nueva Zelanda son cuantitativas. El objetivo de reservas se trata de conseguir mediante operaciones de mercado abierto diarias en los mercados financieros. El Banco realiza estimaciones de los factores que afectan a los saldos de caja y determina las reservas a inyectar o drenar para lograr el objetivo. La oferta de liquidez primaria se realiza a través de la oferta de pagarés descontables: el Banco de Nueva Zelanda emite pagarés con un vencimiento inferior a 29 días que pueden revenderse posteriormente al Banco de Nueva Zelanda para obtener liquidez. El Banco limita la oferta de pagarés descontables y la recompra se realiza a tipos penalizadores. El riesgo de incurrir en este coste penalizador incentiva a los bancos a mantener saldos de caja y pagarés.

#### **Operaciones de mercado abierto:**

##### ***Instrumentos para inyección de fondos***

- Repos con Treasury bills, bonos públicos, pagarés del Banco de Nueva Zelanda, certificados de depósitos transferibles, certificados de depósitos negociables y pagarés bancarios
- Repos con acciones del Gobierno

##### ***Instrumentos para drenar fondos***

- Venta de pagarés del Banco de Nueva Zelanda

### **3.-Señales de política monetaria**

#### **Que se debe mirar:**

Anteriormente, se anunciaban los cambios en forma de diferentes objetivos diarios de reservas. Ultimamente el Banco de Nueva Zelanda prefiere anunciar públicamente las modificaciones en los tipos de interés, aunque no tiene por qué anunciar el objetivo de tipos necesariamente.

### **3.-PAISES DEL AREA DEL JAPON**

#### **3.1.-Japón**

##### **1.-Estructura institucional**

###### **Autoridad monetaria**

Es el Consejo de Política Monetaria del Banco de Japón. Hay miembros con y sin voto. Los miembros con voto son el gobernador y otros cuatro miembros. Los miembros sin voto son un representante del Ministerio de Economía y otro de la Agencia de Planificación Económica.

El papel actual del Consejo de Política Monetaria es simplemente firmar las propuestas realizadas por el gobernador después de los debates, y las decisiones del Comité Ejecutivo del Banco de Japón compuesto por el gobernador, el subgobernador Primero, el subgobernador para relaciones internacionales y todos los Directores Ejecutivos. El Comité se reúne todos los días laborables excepto los miércoles.

**Frecuencia de las reuniones de política monetaria:** Dos veces por semana

**Grado de independencia del banco central:** pequeña

Información remitida por el banco central: Conferencia de prensa y resúmenes inmediatamente después de las reuniones.

## **2.-Control monetario**

### **Variables de política monetaria**

**Instrumentos:** Es el tipo día a día para depósitos sin garantía.

**Objetivos intermedios:** No hay

**Indicadores intermedios:** Agregados monetarios (M2+ CDs y liquidez ampliada) y el tipo de cambio \$/¥.

**Objetivos últimos:** El crecimiento real, en línea con el crecimiento potencial (estimado en el 4%), pleno empleo, baja inflación y una balanza de pagos estable (con un superavit del 1 %-2 % del PNB).

### **Variables operativas**

Las operaciones del Banco de Japón son muy claras. Todas las operaciones se anuncian, y además el Banco anuncia sus estimaciones respecto a los factores que afectan a las necesidades de reservas. La interpretación de las operaciones de mercado abierto, junto con las estimaciones de las necesidades de reservas realizadas por el banco central clarifican completamente las intenciones del Banco de Japón.

#### **Operaciones de mercado abierto:**

*Los repos (repurchases arrangements)* se realizan con letras bancarias (con un vencimiento de hasta cerca de 2 semanas), con repos de letras bancarias (con un vencimiento de dos meses), con pagarés de empresa (repos a un día), con bonos (*Gensaki*), y con *Treasury bills* (los repos suelen tener un vencimiento de un mes)

*Los acuerdos de venta-compra simultáneos* o ventas simultáneas (*matched sales-purchase arrangements reverses*) se realizan con letras financieras del Gobierno japonés. Siempre se anuncian con un día de anticipación; las transacciones o los vencimientos suelen coincidir con días en los que se anticipan necesidades o excesos de liquidez grandes.

*Las compras a vencimiento de deuda pública (bonos JGB):* el Banco de Japón realiza compras de JGB alrededor de tres veces al mes. Estas operaciones, aunque son de pequeña cuantía, constituyen un método legal de inyección de reservas permanentes.

#### **Otros instrumentos de política monetaria:**

*Los préstamos de ventanilla (discount window lending)* : El Banco de Japón extiende o retira los préstamos a los bancos a voluntad, distribuyendo el aumento o la reducción de acuerdo con unas cuotas establecidas por el banco central. Se realizan operaciones de reservas diarias.

*El tipo de descuento:* Tiene una gran importancia como anuncio. También afecta a los costes de financiación de los bancos, tanto directamente, como indirectamente, ya que muchos depósitos están ligados al tipo de descuento oficial (ODR).

*Límites al crédito:* Existían límites trimestrales de crecimiento del crédito bancario fijados por el Banco de Japón. Este instrumento monetario fue eliminado por el Banco de Japón y ahora se practica un control más indirecto. Al explicar el fin de ese instrumento, el Banco de Japón hizo notar que los requisitos de capital y reservas ya ejercen un límite al crecimiento del crédito bancario. Aunque los límites no ejercían una influencia muy efectiva en el crédito, suponían un apoyo al papel ejercido por el Banco de Japón.

*Reservas legales o coeficiente de caja:* No se han usado como instrumento monetario durante años. Los bancos mantienen las requeridas legalmente.

### 3.-Señales de política monetaria

#### **Que se debe mirar:**

- El tipo de interés día a día en el momento de la intervención
- La situación de las reservas de los bancos comerciales: Indican cuantos fondos tienen que tomar los bancos durante los días restantes del periodo de cobertura de las reservas. Las publica el Banco de Japón diariamente.

### 3.-PAISES EUROPEOS

#### 3.1.-El Sistema Monetario Europeo

##### 1. Estructura

El Sistema Monetario Europeo (SME) comenzó en 1979, con el fin de limitar las fluctuaciones del tipo de cambio de las monedas europeas que hubieran adoptado dicho acuerdo. El SME tiene su antecedente en el acuerdo intra-europeo (*la serpiente*) vigente antes de la ruptura del sistema de Bretton-Woods en 1972.

El ECU (unidad de cuenta europea) se constituyó como una cesta de las monedas participantes en el SME, y se pretendió que jugara un papel importante como indicador de divergencia de las monedas participantes en el mecanismo de cambios del SME (MCSME). Aunque hasta ahora su papel ha sido pequeño, en los acuerdos de Maastricht se ha enfatizado su papel como futura moneda europea. La fuerte especulación monetaria producida a mediados de Septiembre de 1992, como consecuencia de la incertidumbre desatada alrededor del referendium convocado por Francia para la ratificación del Tratado de Maastricht ha provocado una gran crisis en el SME. Como consecuencia, resulta probable que durante los últimos meses de 1992 o principios de 1993 se produzca una revisión de los mecanismos de crédito del SME y de la política de defensa de las monedas, acompañado de un realineamiento general de las paridades.

##### 2. Miembros

Los 12 miembros de la Comunidad Europea (EC) son miembros técnicamente del SME, pero sólo 11 participan en el MCSME. (En realidad son 10 monedas porque Bélgica y Luxemburgo tienen la misma moneda). Fuera del MCSME actualmente se encuentra Grecia, pero su participación en el SME implica su inclusión en el ECU y en el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). Todos los países tienen que depositar en el FECOM el 20% de sus reservas de oro y de moneda extranjera, que se intercambian por ECUs y se utilizan para intervenciones obligatorias entre bancos centrales.

Los participantes en el MCSME pueden pedir préstamos a "muy corto plazo" para ayudar a la intervención diaria para corregir fluctuaciones del tipo de cambio. Además hay otras ayudas a "corto plazo" y a "medio plazo", que son las únicas que puede pedir Grecia.

##### Miembros del SME

Pais	Entrada en el SME	Entrada en el MCSME
Bélgica/Luxemburgo	3/79	3/79
Dinamarca	3/79	3/79
Francia	3/79	3/79
Alemania	3/79	3/79
Irlanda	3/79	3/79

Italia	3/79	3/79 (banda estrecha 1/90)
Holanda	3/79	3/79
España	12/87	6/89
Gran Bretaña	3/79	10/90
Grecia	6/85	...
Portugal	12/87	4/92

### **3. El mecanismo de cambios**

La principal característica del SME es el mecanismo de cambios (MCSME). Los participantes en el mismo se comprometen a mantener el tipo de cambio de su moneda frente a las demás dentro de una banda específica alrededor de una paridad central acordada. Para siete de las diez monedas participantes, las bandas permitidas son  $\pm 2.25\%$  (bandas estrechas). La peseta, el escudo y la libra esterlina (antes de salirse del mecanismo de cambios en Septiembre de 1992) tienen bandas del 6%. De los países actualmente con banda estrecha, sólo Italia comenzó con banda ancha, y la redujo en Enero de 1990. Desde Septiembre de 1992, al igual que la libra, la lira fluctúa libremente debido a la imposibilidad del banco central de contrarrestar las presiones especulativas contra las monedas débiles del SME.

Los límites de las bandas implican una restricción a la fluctuación de las monedas. Cuando una moneda alcanza su límite más débil frente a cualquier otra, el banco central de la moneda débil está obligado a comprar su propia moneda y a vender la moneda fuerte, y el banco central de la moneda fuerte tiene que vender su propia moneda y comprar la moneda débil. El banco central de la moneda fuerte tiene la obligación de prestar fondos al banco central de la moneda débil, que deberá devolver en un corto plazo.

En la práctica pueden existir desviaciones temporales de las bandas, ya que las obligaciones de intervención de los bancos centrales se limitan al periodo entre las 8:00 y las 15:00 horas.

Si la intervención de los bancos centrales es insuficiente para mantener el tipo de cambio dentro de sus bandas, existe presión para que los países afectados modifiquen sus tipos de interés. Si los ajustes en los tipos de interés no son suficientes, la última alternativa es redefinir las paridades centrales y las bandas de fluctuación en un "realineamiento". Desde 1979 se han producido 13 realineamientos, de los cuales 6 sólo han implicado a monedas aisladas. De los 7 realineamientos generales, 5 tuvieron lugar entre 1979 y 1983. El último realineamiento general tuvo lugar en Enero de 1987. Los últimos realineamientos parciales han tenido lugar en Septiembre de 1992, con una devaluación del 7% de la libra y una apreciación del 3% del marco alemán (día 13) y la devaluación del 5% de la peseta (día 16)..

### **4. Indicadores importantes**

La tensión en el MCSME se identifica mirando las monedas cuyos tipos de cambio difieren más de sus paridades centrales. La moneda más débil se usa como punto de comparación y la divergencia entre las demás monedas y la más débil se señala en un gráfico cuyo eje horizontal tiene una escala de 2.25 para las monedas que están en la banda estrecha y de 6.0 para las monedas de la banda ancha.

### **5. El indicador de divergencia**

Está pensado para indicar el grado de aislamiento de una moneda dentro del sistema. La divergencia máxima entre dos monedas es, obviamente el 100% de su banda. Sin embargo, cuando llega a  $\pm 75\%$ , indica que esa moneda está desalineada respecto a las demás, y que es necesario intervenir.

El indicador de divergencia (ID), es el cociente en términos porcentuales del premio o descuento del tipo de cambio de una moneda respecto al ECU, sobre el diferencial máximo de la moneda (DM).

$$DI = \frac{P \text{ ó } D}{DM} \times 100$$

$$\text{donde } P \text{ ó } D = \frac{\text{tipo moneda/ECU mercado (ajustado)} - \text{tipo moneda/ECU central} \times 100}{\text{ECU central}}$$

El diferencial máximo es el nivel teórico de desviación del tipo de cambio moneda/ECU respecto a su tipo central si esa moneda estuviera a una distancia del 2.25 % frente al resto (6 % para alguna moneda). El diferencial frente al ECU será siempre menor que el 2.25 %, ya que las propias monedas tienen un peso en el ECU, con lo que el ECU se moverá en parte en el mismo sentido que la moneda.

El numerador se ajusta para corregir la parte del premio o descuento que se debe a que alguna moneda se mueve en una banda amplia y a que alguna moneda no tiene aún banda (como el dracma), lo cual se refleja en el tipo de cambio del ECU.

### Historia del SME

<u>Fecha</u>	<u>Acontecimiento</u>
Marzo 13, 1979	Comienza el SME
Septiembre 24, 1979	2 % revaluación del marco 3 % devaluación de la corona danesa
30 Noviembre, 1979	4.8 % devaluación de la corona danesa
23 Marzo, 1981	6 % devaluación de la LIT
4 Octubre, 1981	5.5 % revaluación del DM y del DFL 3 % devaluación del franco francés y de la lira
22 Febrero, 1982	8.5 % devaluación del franco belga 3 % devaluación de la corona danesa
14 Junio, 1982	4.25 % revaluación del marco y del DFL 5.75 % devaluación del franco francés 2.75 % devaluación de la lira
23 Marzo, 1983	5.5 % revaluación del marco 3.5 % revaluación del DFL 2 % revaluación de la corona danesa 1.5 % revaluación del franco belga 2.5 % devaluación del franco francés y de la lira 3.5 % devaluación de la libra irlandesa
17 Septiembre, 1984	Introducción del dracma y recomposición del ECU
22 Julio, 1985	2 % revaluación de todas menos la lira 6 % devaluación de la lira
7 Abril, 1986	3 % revaluación del marco y del DFL 1 % revaluación del BF y de la corona danesa 3 % devaluación del franco francés
4 Agosto, 1986	8 % devaluación de la libra irlandesa
12 Enero, 1987	3 % revaluación del marco y del DFL 2 % revaluación del franco belga
19 Junio, 1989	La peseta entra en el MCSME
21 Septiembre, 1989	Introducción de la peseta y de escudo y recomposición del ECU
8 Enero, 1990	La lira adopta la banda estrecha
8 Octubre, 1990	La libra esterlina entra en el MCSME
13 Septiembre, 1992	7 % devaluación de la lira 3 % revaluación del marco
16 Septiembre, 1992	5 % devaluación de la peseta Lira y libra esterlina fluctúan libremente

### **3.2.-Alemania**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

La política monetaria y crediticia está determinada por el Consejo del banco central (Deutsche Bundesbank). Las decisiones del Consejo se llevan a cabo por el órgano ejecutivo del banco, el *Directorate*. El Consejo está compuesto por 18 miembros, entre ellos:

- o El presidente del Bundesbank
- o El vicepresidente del Bundesbank
- o Otros 9 miembros del banco central
- o Los presidentes de los 11 bancos centrales de los Lander (LBC)

Esta composición refleja la estructura federal tanto de Alemania como del Bundesbank. El federalismo también está presente en las normas vigentes para los nombramientos. Los miembros del *Directorate* son propuestos por el Gobierno federal, después de consultar al Consejo del banco central, y nombrados por el presidente de la República Federal. Los presidentes de los LBC se eligen de igual forma, sólo que es el Bundesrat (Parlamento que representa a los Lander) el que los propone. El Bundesrat, por su parte, puede aceptar propuestas provenientes de las autoridades locales, de los gobiernos de cada Lander. Este sistema de elección, regulado por la Bundesbank Act, impide que el Gobierno federal tenga una influencia predominante en el consejo del banco central.

##### **Frecuencia de las reuniones de política monetaria**

El consejo del banco central se reúne cada dos semanas, los jueves. Las decisiones se toman por mayoría simple. Las reuniones son presididas por el presidente (o el vicepresidente, en su ausencia) del Bundesbank.

##### **Grado de independencia**

La ley Bundesbank Act asegura la autonomía del banco central respecto a instrucciones provenientes del Gobierno. La obligación de apoyar la política económica general del Gobierno federal se vincula específicamente a la condición de que el apoyo no cree conflictos insolubles con el objetivo primordial del banco central de salvaguardar el valor de la moneda.

##### **Información remitida por el banco central**

Los resultados de las reuniones del Consejo se publican inmediatamente después mediante comunicados de prensa. Algunas veces el Bundesbank anuncia que no va a haber conferencia de prensa, aunque eso no implica que no se vayan a tomar decisiones de política monetaria.

##### **La unión alemana**

Después de la Unión Económica y Monetaria con la antigua Alemania Oriental, el Bundesbank extendió sus competencias a la misma, reemplazando su banco central (Staatsbank der DDR). Actualmente, un miembro del *Directorate* dirige las operaciones del Bundesbank en el nuevo territorio.

#### **2.-Control monetario**

##### **Variables de política monetaria**

*Instrumentos.* Aunque el Bundesbank no ha definido específicamente los instrumentos operativos, los analistas han deducido que el control del crecimiento monetario se realiza a través de los tipos de interés monetarios.

*Objetivo intermedio.* Es la tasa anual de crecimiento monetario. Se anuncia previamente para hacer claras las intenciones de estabilidad monetaria del Bundesbank. El concepto de un objetivo monetario se basa en el supuesto generalmente aceptado de que la inflación no se acelerará a medio plazo sin un crecimiento elevado de la oferta

monetaria. Desde 1988 el objetivo monetario es M3, que incluye efectivo, depósitos a la vista, depósitos a plazo (menos de 4 años) y depósitos de ahorro mantenidos por el sector privado en bancos.

**Objetivos últimos.** Según la Bundesbank Act, el objetivo último de la política monetaria es salvaguardar el valor de la moneda; es decir, asegurar la estabilidad del marco. El indicador principal es la tasa de inflación. Pero la estabilidad también tiene un componente externo: el Bundesbank trata, aunque no hay sistemáticamente, de corregir las desviaciones del marco del nivel considerado como su valor de equilibrio que no amenaza la estabilidad interna. A veces la estabilidad externa de la moneda no puede separarse de los objetivos económicos generales. Sin embargo, el Bundesbank se ha concentrado en la estabilidad de la moneda, aunque ello sirva para contribuir al crecimiento económico estable y a la estabilidad del saldo externo.

### Variables operativas:

#### **Operaciones de mercado abierto:**

Durante la década de los 80, las operaciones de mercado abierto con repos han sido el principal instrumento utilizado por el Bundesbank para inyectar liquidez o para ajustar los tipos de interés. Los repos suelen tener un vencimiento de 1 o 2 meses y se subastan semanalmente, a menudo en subastas dobles para los dos vencimientos. Las peticiones tienen lugar los martes y la resolución se anuncia los miércoles alrededor de las 9:30 horas. Se pueden usar dos técnicas diferentes de resolución, o la subasta de cantidades, o la subasta de tipos de interés.

En la subasta de cantidades, el Bundesbank fija el tipo del repo y las instituciones realizan peticiones por las cuantías deseadas a dicho tipo. El Bundesbank acepta una cuantía total de acuerdo con sus objetivos de inyección de liquidez y la asigna entre los peticionarios, a menudo mediante prorrateo.

En la subasta de tipos de interés, las instituciones de crédito pujan en términos de cantidades y de tipos de interés. La asignación de la oferta puede hacerse a un tipo fijado (método holandés) o a los tipos de puja individuales (método americano). Las pujas realizadas por encima del tipo fijado o por encima del menor tipo aceptado se asignan de forma total, mientras que las pujas realizadas al tipo fijado pueden recibir una asignación parcial.

En momentos de fuertes necesidades de liquidez, el Bundesbank puede preferir hacer repos con vencimientos inferiores (3 o 10 días) de forma que tiene flexibilidad para influir sobre los tipos de interés de mercado. Estos repos se ofrecen sólo a los bancos que operan en el mercado monetario y se pagan en el mismo día.

El Bundesbank utiliza el tipo de interés de los repos para situar los tipos de mercado en algún nivel entre el tipo Lombard y el tipo de descuento. En ocasiones en que hay mucha liquidez, el tipo día a día puede descender por debajo del tipo de descuento. Para evitar una caída excesiva, el Bundesbank a veces ofrece a los bancos la posibilidad de comprar T.Bills federales (con vencimiento a 3 días) a un tipo entre el del repo y el de descuento. De esta forma, el tipo de los T.Bills pone un límite inferior al tipo día a día interbancario.

#### **Otros instrumentos de política monetaria:**

**El redescuento.** La política de redescuento (compra de letras) se ha asociado tradicionalmente con una política de ayudas de refinanciación del mercado practicada por el Bundesbank a través de compras de papel a los bancos.

Los dos parámetros importantes para el redescuento son el tipo de descuento y las cuotas. En un sistema bancario endeudado permanentemente con el banco central mediante el redescuento, el tipo de descuento se convierte en un límite inferior a los tipos bancarios entre 1 a 3 meses.

La cantidad total de crédito concedido mediante el descuento es fijada por el Consejo del banco central. Este crédito se distribuye entre las instituciones crediticias mediante cuotas basadas en los pasivos de cada banco. Normalmente los bancos hacen uso pleno de las cuotas. Las cuotas se modifican sólo raramente. El tipo de descuento se modifica más frecuentemente.

**Los préstamos Lombard.** Esta política implica la concesión de préstamos con garantías, adicionales al redescuento del Bundesbank. La apelación Lombard proporciona dinero a un día que puede repagarse según desee el banco prestatario. La garantía aceptada puede ser activos y pagarés como los bonos del Gobierno federal. En principio el Bundesbank sólo garantiza préstamos para hacer frente a necesidades de liquidez temporales. El tipo Lombard ha estado siempre por encima del tipo de descuento, reflejando que el tipo Lombard sólo se utiliza en circunstancias excepcionales. El tipo Lombard normalmente fija el límite superior para los tipos de mercado.



También pueden usarse repos y préstamos Lombard especiales para ajustar los mercados, siempre que tengan unos vencimientos lo suficientemente cortos. Durante los años 70, el Bundesbank no garantizó préstamos Lombard en repetidas ocasiones. En su lugar, para aliviar tensiones de liquidez excesivas, el Bundesbank ofreció "préstamos Lombard especiales". Esta ayuda especial, que podía ser suspendida en cualquier momento, tenía un tipo Lombard "especial" que variaba diariamente.

Recientemente los instrumentos del Bundesbank han sido criticados porque, debido a su bajo tipo de interés, el descuento es un subsidio para los bancos. Cuando hay tensiones en los mercados monetarios, se pide la introducción de un tipo Lombard flotante.

**Las reservas mínimas.** Constituyen un requisito importante de la política del Bundesbank. Están sujetos a reservas mínimas los pasivos de los bancos comerciales con vencimiento inferior a 4 años y los pasivos en forma de bonos al portador con vencimiento inferior a 2 años. Los pasivos bancarios tienen distintos requisitos de reservas según sus diferentes grados de liquidez. Los depósitos a la vista están sometidos a un coeficiente más alto que los pasivos a plazo; el menor coeficiente se aplica a los depósitos de ahorro.

El periodo de cómputo para constituir las reservas necesarias va desde mitad de un mes a mitad del siguiente, mientras que el periodo para satisfacer las mismas se encuentra desfasado y va desde finales de un mes a finales del mes siguiente. Según se aproxima el fin de mes, el mercado monetario refleja como los bancos han cumplido con los requisitos de reservas. Si alguno tiene escasez de reservas soportará un tipo penalizador que está 3 puntos porcentuales por encima del tipo Lombard a 30 días. En la práctica es raro que los bancos tengan dificultades en cumplir los requisitos de reservas ni que tengan excesos de las mismas.

**La política de depósito.** Es un instrumento marginal. La ley constitutiva del Bundesbank indica que el Gobierno Federal y los gobiernos de los Landers tienen que tener depósitos en el Bundesbank. De esta forma el Bundesbank puede utilizar estos depósitos públicos para influir a corto plazo sobre el mercado monetario. El Bundesbank puede traspasar esos depósitos de forma temporal al sistema bancario para paliar escasez de liquidez ("fondos 17"). Para ello debe haber fondos suficientes y en el momento adecuado. Sólo los depósitos del Gobierno Federal se usan para esas operaciones a corto plazo, que se ejecutan a través de instituciones que guardan confidencialidad.

**La política de liquidez en el mercado de cambios.**

Swaps de divisas (política expansiva). El Bundesbank puede comprar dólares de los bancos a través de swaps, de forma que les proporciona liquidez. Estas operaciones se hacen a tipos de mercado y no suelen afectar al tipo de cambio.

Repos en los mercados de cambios (política contractiva). El Bundesbank transfiere a los bancos un pagaré sobre algunos activos extranjeros. En realidad los activos extranjeros permanecen en propiedad del Bundesbank de forma que no varía su posición frente al sector exterior.

### **3.-Señales de política monetaria**

**Que se debe mirar:**

El tipo interbancario cuando se anuncia el repo.

Variaciones en los repos.

Variaciones en los tipos de interés de los repos.

### **3.3.-Gran Bretaña**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

El Tesoro domina el proceso de control monetario. La autoridad principal es el Canciller de Exchequer.

#### Frecuencia de las reuniones de política monetaria

No hay un esquema formal de las reuniones y cuando tienen lugar no se publican.

#### Grado de independencia

La responsabilidad de modificar los tipos de interés la tiene el Canciller de Exchequer. El papel del Banco de Inglaterra es aconsejar en la configuración de la política y llevar a cambio las modificaciones de la misma.

#### Información remitida por el banco central

El Banco de Inglaterra señala los cambios en los tipos de interés de dos formas. Puede anunciar simplemente un tipo de préstamo a los mediadores vía algún sistema de información (por ejemplo, Reuters). También puede variar los tipos a los cuales descuenta pagarés en sus operaciones diarias.

Además, el Banco de Inglaterra publica un boletín trimestral que contiene comentarios sobre la evolución de los mercados. El Tesoro publica un boletín 3 veces al año donde se analiza la situación económica.

### 2.-Control monetario

#### Variables de política monetaria

*Instrumentos.* Son los saldos mantenidos en el Banco de Inglaterra y la curva de tipos de interés del mercado monetario. El Banco de Inglaterra establece un objetivo sobre el nivel de los saldos operativos mantenidos por los bancos comerciales en el Banco de Inglaterra. El tipo de interés utilizado para este propósito influye sobre el mercado interbancario.

*Objetivos intermedios.* El Banco de Inglaterra controla la M0, que contiene billetes y monedas en circulación y los depósitos de los bancos en el Banco de Inglaterra.

*Objetivos últimos.* Aunque no está definido de forma clara y firme, es el control de la inflación.

#### Variables operativas:

##### **Operaciones de mercado abierto:**

*Instrumentos operativos:* Se pueden utilizar pagarés del tesoro, pagarés de autoridades locales y pagarés bancarios (unos determinados). Además el Banco de Inglaterra puede prestar a los mediadores del mercado (*discount houses*) mediante la aportación de garantías (deuda pública y determinados pagarés).

*Participantes del sector privado:* Participan principalmente los mediadores del mercado (*discount houses*) pero también a veces los bancos comerciales. (Las operaciones del Banco de Inglaterra con el sistema bancario se realizan principalmente a través de los mediadores.) Se interviene varias veces al día, entre las 9:45 hasta 14:45 horas.

##### **Otros instrumentos de política monetaria:**

El Banco de Inglaterra a veces anuncia un tipo mínimo para sus préstamos. El tipo mínimo se aplicaría a los préstamos del Banco de Inglaterra a los mediadores. Esta acción se considera una señal muy fuerte de política monetaria, aunque desde un punto de vista técnico no difiere de otros anuncios de modificación de tipos.

El Banco de Inglaterra puede pedir a los bancos que depositen saldos en el Banco de Inglaterra, como mecanismo de reducir el crecimiento crediticio. Esto no se ha usado desde 1979.

### 3.-Señales de política monetaria

Que se debe mirar:

Los tipos de interés interbancarios en el momento de la intervención.

El Banco de Inglaterra no controla ningún tipo de interés específico. Sin embargo, sus operaciones con pagarés suelen realizarse en el tramo más corto (1-33 días) de la curva de rendimientos. El préstamo a los mediadores se hace con un vencimiento entre 1 y 14 días. La subasta semanal de pagarés del Tesoro se hace con papel con vencimiento entre 3 y 6 meses. Por lo tanto la influencia de las operaciones del Banco de Inglaterra se realiza sobre el tramo más corto de la curva.

Las modificaciones de los tipos de interés tienen lugar cuando el Banco de Inglaterra anuncia que los mediadores pueden hacer peticiones a un tipo específico, o cuando modifica los tipos a los cuales descuenta pagarés en sus operaciones diarias.

### **3.4.-Francia**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

Es compartida por el ministro de Economía y por el gobernador del Banco de Francia.

La estructura del Banco de Francia es bastante compleja con distintos comités consultivos y grupos de trabajo sin capacidad de decisión en las políticas monetarias. Uno de los comités más importantes, es el Consejo de Crédito Nacional que se reúne dos veces al año (Julio y Diciembre). Es presidido por el ministro de Economía o por el gobernador del Banco de Francia.

**Frecuencia de las reuniones de política monetaria:** Regular.

**Grado de independencia:** Modesta pero creciente debido a la Unión Monetaria Europea.

##### **Información remitida por el banco central:**

Comunicados de prensa después de los cambios en política monetaria.

#### **2.-Control monetario**

El control monetario a corto plazo se realiza mediante las reuniones diarias a las que acude el gobernador y uno o dos subgobernadores del Banco de Francia, así como los directores generales de los Departamentos de Mercados de Capitales, Extranjero y del Servicio de Estudios. En esas reuniones los participantes analizan la situación de las reservas del sistema bancario y evalúan si los tipos interbancarios son consistentes con la política monetaria. Tras ello, se dan instrucciones a la mesa de operaciones del mercado monetario para que intervenga en el mercado interbancario. Esta intervención puede implicar modificaciones del tono de la política monetaria y suelen acompañarse de cambios en algún tipo de interés oficial.

##### **Variables de política monetaria**

***Instrumentos.*** Son los tipos de interés interbancarios y los tipos oficiales, que son:

- o El tipo de intervención: es el mínimo tipo de interés para las ayudas oficiales de recompra.
- o El tipo repo a 7 días.

***Objetivos intermedios.*** El Banco de Francia controla M3.

***Objetivos últimos.*** Son el crecimiento real y la inflación. Más recientemente, la inflación parece ser prioritaria respecto al crecimiento. El mantenimiento del tipo de cambio en el SME también es un objetivo de política monetaria.

### Variables operativas:

#### **Principales instrumentos**

**Operaciones de mercado abierto.** Este es el principal instrumento de política monetaria. Cuando el Banco de Francia piensa que la liquidez del mercado debe modificarse, invita a los creadores de mercado (*primary dealers*) a realizar peticiones indicando cantidad y tipo requerido para los activos. El Banco de Francia especifica el vencimiento de los activos que se aceptarán, toma nota de las peticiones, y anuncia la cantidad emitida y el tipo aceptado utilizando el procedimiento de asignación de "subasta francesa". Estas operaciones tienen lugar de forma semanal y el vencimiento suele ser de 3 semanas. Los activos usados como garantía son pagarés del Tesoro, pagarés de empresa y créditos a corto plazo.

**Ayudas oficiales de recompra.** Supone una ayuda crediticia a las instituciones financieras. Son discrecionales: cuando necesitan fondos, pueden pedir prestado al Banco de Francia al tipo de la ayuda oficial de recompra, que suele ser 75 o 100 puntos base sobre el tipo de intervención.

#### **Otros instrumentos de política monetaria:**

**Requisito de reservas mínimas.** Los bancos deben mantener depósitos sin intereses en el Banco de Francia en proporción a los distintos tipos de pasivos que mantienen. Los coeficientes de caja varían según el plazo.

**Tipo de descuento.** Es el tipo para préstamos con garantía de papel comercial con vencimiento inferior a 90 días. No tiene mucha influencia política.

### 3.-Señales de política monetaria

#### **Que se debe mirar:**

El nivel al cual está el tipo interbancario. Si está situado cerca del tipo de intervención o del tipo de recompra puede haber un cambio de política.

### 3.5.-Italia

#### 1.-Estructura institucional

##### Autoridad monetaria

Es el Banco de Italia, que, además de ser responsable de la emisión de moneda, sino es también la institución de pagos del Tesoro y supervisa el sistema bancario.

La Ley que regula el Banco de Italia (BI), fue aprobada en 1936. Aunque el BI nació como una entidad privada, hoy es una entidad pública autónoma. El capital del BI está dividido en 300 acciones con derecho a voto en poder de bancos, cajas de ahorro, compañías de seguro y fondos de pensiones. Dada la estructura financiera italiana, la mayoría de las acciones están en mano del sector público. Todos los años a finales de mayo tiene lugar la asamblea de los accionistas donde el gobernador del BI habla del estado de la economía y de la política monetaria. En dicha asamblea se elige al Consejo Superior, un grupo formado por trece representantes de oficinas regionales más el gobernador. Este Consejo Superior nombra a un Comité que se reúne una vez al mes y que es el responsable de los asuntos políticos y administrativos.

La operativa del banco se apoya en el Consejo Ejecutivo, elegido por el Gobierno por un periodo ilimitado. La elección debe ser aprobada por el Consejo Superior del BI. El Consejo Ejecutivo está formado por el gobernador, el director general y dos subdirectores. Los miembros del Consejo suelen elegirse entre miembros del banco central, pero ha habido excepciones. En el pasado, el gobernador ha sido nombrado de entre los miembros del Consejo.

La política monetaria es decidida por el Gobierno, especialmente por su Comité de Política Económica, que está formado por un número limitado de ministros y por el primer ministro. Este comité decide los objetivos monetarios como la banda de crecimiento para M2.

La política monetaria y las líneas de actuación del BI se discuten por el Comité interministerial responsable de las actividades concernientes al sistema bancario y financiero. Este comité está compuesto por nueve miembros del gabinete y es presidido por el ministro del Tesoro. También asiste el gobernador del BI. En sus reuniones este comité supervisa los nombramientos de los directores de un numeroso grupo de bancos públicos.

El Gobierno tiene gran influencia sobre asuntos monetarios. Las decisiones sobre los tipos de interés y los aspectos institucionales de la política monetaria son realizadas por el ministro del Tesoro, que debe escuchar previamente al gobernador del BI. Lo mismo cabe decir respecto a la política de emisión de deuda. La decisión de cuánta deuda emitir y cómo la toma el ministro del Tesoro aunque el gobernador aconseja. En general, la influencia del BI en materia monetaria es grande, aunque depende de la identidad del ministro del Tesoro.

#### Frecuencia de las reuniones de política monetaria

No hay un esquema oficial para las reuniones del Consejo y sus decisiones no se hacen públicas.

#### Grado de independencia

El grado de autonomía del banco central ha aumentado durante los últimos años. Un paso importante fue el divorcio entre el Tesoro y el BI en 1981. Desde entonces el banco central tiene prohibido comprar la deuda pública no absorbida por el mercado. Desde 1990 el BI tiene más autonomía para establecer tipos de interés en las distintas formas de ayudas al sistema bancario.

Otro factor técnico que limita la independencia del Banco Central es la línea de crédito del Tesoro. Inicialmente fue ideada para cubrir necesidades de liquidez transitoria, aunque se ha convertido en un mecanismo de monetización del déficit. Cada año, el Tesoro puede aumentar su exposición con el BI hasta que la deuda viva con el BI llegue a un 14% de los gastos presupuestados. Además, en circunstancias especiales, el Parlamento puede autorizar préstamos adicionales, lo que sólo ha ocurrido sólo en 1985 desde la segunda guerra mundial. Esto implica que el control del BI sobre la creación de base monetaria es incompleta, ya que el Tesoro puede crear base monetaria por casi un 1% del PIB. El BI puede compensar parcialmente la creación monetaria del Tesoro reduciendo sus tenencias de deuda pública. Sin embargo, ello no es siempre posible dadas las implicaciones para el Tesoro en términos de precios y de coste de endeudamiento.

#### Información remitida por el banco central

Hay un informe anual publicado cuando tiene lugar la reunión de accionistas, y dos boletines cada trimestre.

Los discursos del gobernador y de otros miembros del Consejo son importantes porque proporcionan el punto de vista del BI y anuncian innovaciones de política monetaria.

Cada mes se publican datos monetarios y de balanza de pagos, normalmente entre los días 15 y 20 de cada mes, referidos al mes anterior.

## 2.-Control monetario

### Variables de política monetaria

*Instrumentos.* Durante los años 80 el sistema bancario fue desregulado progresivamente y el BI ha modificado su política, pasando desde restricciones cuantitativas sobre el crédito y otros controles (como coeficientes de inversión) a un control más indirecto. El BI actualmente controla los tipos de interés en vista de la creciente posibilidad de los bancos para negociar sus reservas y del mayor papel del mercado monetario.

Entre los tipos de interés que juegan un papel importante, se encuentra el ODR o tipo cobrado por ayuda del BI. El BI además vigila los tipos preferenciales y los tipos mínimos.

**Objetivos intermedios.** El objetivo oficial es M2, aunque el BI también vigila un agregado más amplio llamado "crédito total a la economía" que comprende el préstamo bancario más la emisión de activos del sector privado.

**Objetivos últimos.** Son la estabilidad del tipo de cambio frente a las monedas de la CE y la emisión de deuda pública. Esto último se ha convertido en una restricción creciente dado el ritmo de crecimiento de la deuda pública que supera el 100% del PIB y cuyo vencimiento medio es de 2-8 años. La estabilidad de precios se persigue a través del tipo de cambio.

#### Variables operativas:

##### **Operaciones de mercado abierto:**

**Repos:** No hay un plan específico para esas operaciones. El BI interviene cuando percibe una necesidad de drenaje o de inyección dado el flujo esperado de reservas y dados sus objetivos en términos de tipos de interés y de emisión de deuda. La subasta de repos se anuncia antes de las 8:30 horas y los bancos emiten sus peticiones entre las 9:30 y las 10 horas. El BI anuncia una cantidad máxima que quiere emitir y el vencimiento de los repos. El BI a veces ha dejado a los bancos la determinación de los días iniciales y finales dentro de un periodo determinado.

El BI sólo acepta peticiones a tipos "brutos" debido a la complejidad que supone la existencia de deuda pública semi-exenta de impuestos (con un tipo impositivo del 6.25%) o sujeta totalmente (al 12.5%). Los bancos deben calcular su tipo efectivo deduciendo los derechos de emisión.

El BI puede rechazar peticiones realizadas por debajo de un tipo marginal. Cuando se anuncian los resultados se comunican los tipos marginal y medios, las peticiones recibidas y aceptadas, las peticiones satisfechas al tipo marginal y el tipo de prorrateo si hubiere.

**Compraventa de activos:** El BI interviene en los mercados primario y secundario de activos. En el mercado primario el BI trata de conseguir la adjudicación total de la subasta de forma que el BI puja a precios bajos. Las adjudicaciones al BI se comunican después de la subasta.

En el mercado secundario, el BI actúa a través de creadores de mercado mediante un sistema de *brokers ciegos*. La intervención del BI se puede inferir a través de los datos publicados en boletines estadísticos.

##### **Otros instrumentos de política monetaria:**

**Ayuda ordinaria:** Son líneas de crédito garantizadas a los bancos, con garantía de activos públicos. El BI podría variar el crédito total garantizado al sistema bancario con un aviso de cinco días. El tipo de interés cargado es el ODR. Además, cada cuatro meses los bancos deben pagar una comisión del 0.3% de la línea de crédito, la hayan utilizado o no.

**Ayuda extraordinaria:** Son préstamos a corto plazo con un vencimiento de 22 días, con presencia de activos de garantía. Los bancos piden una cantidad y un vencimiento y el BI se reserva el derecho de concederlas o no. El coste puede ser fijado por el BI dentro de una banda que puede llegar a ser 1.75% por encima del ODR. El tipo se fija según consideraciones monetarias y no depende del recurso del banco.

**Redescuento:** Los bancos pueden redescantar activos con el BI aunque este instrumento actualmente no tiene mucha importancia. Con la posibilidad, reciente, de movilizar reservas, los bancos satisfacen sus necesidades de liquidez en el sistema interbancario y sólo marginalmente apelando al BI. El ajuste de las necesidades globales de drenaje o de inyección se efectúan mediante repos, aparte de las ayudas ordinarias.

**Intervención en el mercado de cambios:** El BI puede intervenir en el mercado de cambios.

### 3.-Señales de política monetaria

#### **Que se debe mirar:**

La cantidad de la subasta de repos.

Los tipos marginal y medio de la subasta de repos.

Cambios en el diferencial de los tipos de ayuda sobre el ODR.

Intervención en el mercado de cambios.

### **3.6.-España**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

El gobierno tiene la responsabilidad de establecer los objetivos de la política monetaria, es decir de la tasa de inflación objetivo. El Banco de España tiene la responsabilidad de diseñar e implementar la política monetaria, de decidir el crecimiento monetario y el nivel de tipos de interés. Como el Banco de España tiene la responsabilidad de preservar el valor de la moneda, también cuida del tipo de cambio. Sin embargo, cualquier decisión referente a la paridad oficial de la peseta corresponde al gobierno.

Dentro del Banco de España existen dos comités responsables de la política monetaria. El Comité de Política Monetaria diseña la política monetaria: el ritmo de crecimiento del agregado monetario y la coordinación entre los tipos de interés y el tipo de cambio. El Comité de Operaciones lleva a cabo las decisiones diarias: adición o drenaje de liquidez interbancaria y modificaciones en los tipos de interés oficiales. En ambos comités participan el gobernador, el subgobernador y directores generales de distintas oficinas del Banco de España.

La importancia para la formación de expectativas de tipos de interés que tienen las subastas de activos públicos a corto plazo (letras del Tesoro) ha llevado a que exista un comité conjunto entre el Tesoro y el Banco de España para la resolución de dichas subastas: de todas formas el papel del Banco de España es asesorar al Tesoro que es quién toma las decisiones finales.

##### **Frecuencia de las reuniones de política monetaria**

El Comité de Política Monetaria se reúne una vez al mes para revisar las líneas de la política monetaria. El Comité de Operaciones se reúne todos los días; la reunión más importante es la que tiene lugar el primer día del periodo de cobertura del coeficiente de caja -cuando se revisan los tipos de interés oficiales-, y aquellas que tienen lugar los jueves -cuando se hace un análisis de la evolución del tipo de cambio-.

##### **Grado de independencia**

Es intermedia, y depende bastante de la personalidad tanto del ministro de Economía como del gobernador del banco central. Los objetivos económicos son establecidos por el gobierno y publicados en la ley presupuestaria. El objetivo de Banco de España es preservar el valor de la moneda tanto interna como externamente, y específicamente, alcanzar el objetivo de inflación establecido por el gobierno. Desde 1980 el Banco de España tiene mayor independencia en el establecimiento de la política monetaria aunque sus decisiones tienen que ser aprobadas por el gobierno, pero probablemente en 1992 se publicará la ley que concede autonomía plena al Banco de España.

##### **Información remitida por el banco central**

Los objetivos de la política monetaria se publican anualmente en el Boletín Económico. Las modificaciones tanto de tipos de interés como de crecimiento monetario normalmente no se publican específicamente, ni se realizan conferencias de prensa periódicas. Modificaciones extraordinarias como cambios en el coeficiente de caja, o cambios relacionados con operaciones bancarias pueden ser comunicados mediante conferencias de prensa.

#### **2.-Control monetario**

##### **Variables de política monetaria**

**Instrumentos.** El Banco de España controla las reservas (o activos de caja) bancarias. Estas, en una proporción del 4.5% de los pasivos bancarios (coeficiente de caja) deben ser depositadas en el Banco de España sin ninguna remuneración. El periodo de cómputo de los pasivos bancarios y el periodo de mantenimiento de las reservas son 10 días, aunque están desfasados: por los pasivos bancarios mantenidos entre los días 1 y 10 de un mes, los bancos tienen que depositar reservas en el Banco de España entre los días 3 y 12 del mismo mes.

A través de las reservas se controla el crecimiento de los agregados monetarios. Desde la pertenencia al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, sin embargo, se presta mayor atención a los tipos de interés.

**Objetivos intermedios.** El Banco de España controla un agregado amplio (ALP) como representativo de la liquidez interna que mantiene una relación estable con el objetivo final de inflación. ALP incluye, además de efectivo y depósitos bancarios, pagarés avalados por los bancos, pagarés y letras del Tesoro, y otros activos como operaciones de seguro con prima única, y como cesiones de activos. El Banco de España también establece objetivos para otro agregado, que es una ampliación del anterior (ALP2, que incluye además los pagarés de empresa) y para el crédito al sector privado. Por último, también se establece un objetivo para M3, que es el agregado sobre el que se basa la coordinación monetaria europea.

De todas formas, el compromiso del SME fuerza al Banco de España a mantener una actitud flexible en el control del crecimiento de los agregados monetarios, y a aceptar desviaciones respecto a los objetivos, para impedir una volatilidad excesiva del tipo de interés que provocaría un control cuantitativo riguroso y que podría ser incompatible con el objetivo del tipo de cambio.

**Objetivos últimos.** Desde un punto de vista interno el principal es el control de la inflación, y desde un punto de vista externo, es el mantenimiento de la peseta dentro de su banda de fluctuación del SME.

#### Variables operativas:

##### **Operaciones de mercado abierto:**

**Repos de CBEs decenales:** El principal mecanismo que tiene el Banco de España para controlar las reservas bancarias son las subastas decenales de repos de CBEs. Los CBEs son certificados del Banco de España, y los tienen los bancos en su cartera. El Banco de España puede establecer, al principio de cada decena (periodo de cobertura del coeficiente de caja), una subasta de repos de los mismos: el Banco de España cedería liquidez, de forma temporal (10 días) contra la compra temporal de los CBEs. Los bancos pujan diferentes tipos de interés por esa liquidez. La subasta podría resolverse bien en base a cantidad o a tipo de interés: en base a tipo de interés, el Banco de España concede liquidez a todo banco que ha pujado por encima de un determinado tipo (*tipo marginal*); en base a cantidad, el Banco de España concede una liquidez *determinada*, satisfaciendo las peticiones de aquellos que han ofrecido un tipo superior en primer lugar, y correlativamente a aquellos que han ofrecido tipos inferiores (al mínimo tipo al cual concede liquidez se denomina *tipo marginal*). Cabe la posibilidad que el Banco de España no convoque esta subasta o que prorratee la liquidez concedida.

**Otras operaciones de mercado abierto:** Adicionalmente el Banco de España puede conceder liquidez mediante repos a un día, bien de CBEs bien de deuda pública, a un tipo de interés anunciado. Esta liquidez sólo se concede a los *creadores de mercado* (instituciones financieras así acreditadas por el Banco de España con un compromiso de actividad en el mercado de deuda), que canalizan las peticiones de otras instituciones financieras.

Los tipos de interés tanto de los repos decenales como de los repos diarios se consideran claves para la política monetaria. El tipo de interés decenal se denomina a veces *tipo de intervención* y proporciona la referencia básica del tono de la política monetaria. El tipo de interés de los repos diarios varía mas frecuentemente en función de cambios deseados tanto en el tipo de cambio como en la curva de tipos de interés. A veces, el Banco de España modifica estos tipos diarios para anunciar un cambio en el tipo de interés decenal.

##### **Otros instrumentos de política monetaria:**

**Ayuda contra póliza:** En algunas ocasiones, cuando las necesidades de liquidez son elevadas, el Banco de España ha concedido liquidez en función de la póliza de cada banco, que mide el grado de riesgo crediticio de los mismos ante el Banco de España.



*Ayuda extraordinaria:* Se concede raramente a algún banco con dificultades extraordinarias en la obtención de liquidez, a tipos penalizadores.

*Intervención en el mercado de cambios:* El Banco de España puede intervenir en el mercado de cambios, tanto a través de alguna institución como a través de los *brokers ciegos*, en operaciones al contado, a plazo, en mercados de futuros organizados o mediante swaps.

*Ventas de repos de deuda:* Para drenar liquidez, el Banco de España en ocasiones ha vendido en repo letras del Tesoro a los bancos; cuando estas operaciones han tenido lugar se han hecho a plazo de tres meses.

### **3.-Señales de política monetaria**

**Que se debe mirar:**

La cuantía de la subasta decenal de repos.

Los tipos marginal y medio de la subasta decenal de repos. Los tipos de los repos diarios

### **3.7.-Bélgica**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

Las decisiones las toma el Gobierno y las lleva a cabo el banco nacional de Bélgica (BNB) bajo la supervisión del ministerio de economía. El BNB fue formado como una sociedad limitada con un capital de 400 millones de francos belgas. El 50% de sus acciones están en manos del Gobierno que así ejerce el control. Las otras acciones son públicas y cotizan en la bolsa.

Al frente del BNB está el gobernador nombrado por el rey, bajo supervisión del Gobierno, por un mandato de cinco años. Dentro del BNB, el órgano clave es el Consejo de Directores. El Consejo de Directores está formado por el gobernador y por otros miembros (entre tres y seis), nombrados por el rey, por un periodo de seis años. El Consejo de Regencia está compuesto por el gobernador y los directores del BNB más diez nombres elegidos por los accionistas, de los cuales 5 deben ser miembros de federaciones belgas representando trabajadores, sindicatos, etc. El Consejo de Regencia decide acerca de los tipos de interés y de las condiciones de crédito, aunque, sin embargo, pueden ser vetado por un miembro del Gobierno, (el Comisario del Gobierno) si se juzga que las decisiones atentan contra los intereses del Estado, la Ley o los Estatutos del Banco.

**Frecuencia de las reuniones de política monetaria:** Tres veces a la semana.

##### **Grado de independencia**

Aunque el BNB tiene independencia en las decisiones diarias, es el Gobierno quien decide la política monetaria. Sin embargo, la personalidad del gobernador del BNB también influye en la independencia del Banco Central. Ultimamente el BNB se ha ido comportando como el Bundesbank y sus oficiales han expresado su independencia respecto a los poderes políticos.

##### **Información remitida por el banco central**

Diariamente hay comunicados de prensa; semanalmente se publican indicadores económicos; mensualmente hay boletines estadísticos analizando el ciclo económico y la balanza de pagos. Tres veces al año se publican informes sobre la política económica. El BNB publica un informe anual; además hay un informe bianual comentando la inversión y el uso de la capacidad productiva.

#### **2.-Control monetario**

### Variables de política monetaria

**Instrumentos.** Es el tipo de cambio del franco belga frente al marco. Actualmente se busca mantener una banda del 0.20% respecto al tipo central del SME frente al marco.

**Objetivos intermedios.** En 1990 el Gobierno anunció oficialmente que fijaría el franco frente a la moneda fuerte del SME. Desde entonces el franco se ha mantenido dentro de una banda al menos del 0.5% a cada lado del marco.

**Objetivos últimos.** El Gobierno ha reconocido que en una pequeña economía abierta donde las importaciones y exportaciones representan el 60% del PIB, la variable clave para limitar la inflación es el tipo de cambio.

El BNB es responsable de las reservas extranjeras de Bélgica y Luxemburgo, según la Ley de Unión Económica y Monetaria de ambos países, de 1921.

### Variables operativas:

#### **Operaciones de mercado abierto:**

Las operaciones de mercado abierto se usan desde enero de 1991, cuando el BNB perdió la capacidad de fijar los tipos de interés de los T Bills a corto plazo. Las operaciones de mercado abierto influyen sobre los tipos de interés, que a su vez, influyen sobre el tipo de cambio.

**Subastas de repos:** Dos veces a la semana, los lunes y los jueves, el banco central proporciona crédito a las instituciones financieras mediante subastas con garantía de pagarés del Tesoro (T Bills) o mediante bonos (OLO bonds) a largo plazo. El vencimiento de los repos suele ser una semana. Las subastas son de cantidades ya que el tipo está fijado de antemano. El BNB puede hacer las subastas competitivas (o método holandés). Adicionalmente, todos los lunes, el BNB realiza subastas de repos de 1 semana con papel comercial aun tipo determinado.

Los tipos de interés interbancarios se sitúan dentro de una banda, cuyo límite inferior es el tipo de depósito al cual pueden colocar los bancos sus excesos de liquidez (es el tipo repo menos 2%), su límite superior es el tipo repo más 0.5%, que es el tipo Lombard al cual pueden pedir ayuda de liquidez al BNB. Todas las peticiones de liquidez al BNB deben ser garantizadas por activos.

#### **Otros instrumentos de política monetaria:**

El BNB ajusta sus objetivos diarios a través de un cierto número de técnicas que incluyen compra-venta de activos, repos, operaciones de préstamos en el mercado interbancario y swaps de divisas. El Banco también hace repos (a menos de siete días) con los creadores de mercado (*primary dealers*).

**Requisitos de reservas mínimas.** Desde 1988 el BNB puede imponer un requisito de reservas mínimas a los bancos durante un periodo ilimitado de tiempo. Sin embargo se piensa que sólo se usará en momentos de crisis.

### 3.-Señales de política monetaria

#### **Que se debe mirar:**

El valor del franco en su banda y los diferenciales de interés entre el franco y el marco (en los eurodepósitos a uno y tres meses).

Tipos del mercado monetario en el momento de intervención. Cuando se anuncian operaciones de mercado abierto, los mercados financieros se fijan en la banda formada por los tipos de los depósitos y del Lombard. Esta banda influye sobre los tipos interbancarios porque establece una señal para los tipos día a día.

### **3.8.-Suiza**

#### **1.-Estructura institucional**

##### **Autoridad monetaria**

Es el Consejo del Banco Nacional de Suiza (BNS), que está compuesto por el presidente, el vicepresidente y por otro miembro.

**Frecuencia de las reuniones de política monetaria:** Todos los jueves, a parte de otras reuniones extraordinarias.

##### **Grado de independencia**

El BNS está supervisado por el Gobierno, pero no está subordinado a las autoridades políticas. Esto garantiza un gran grado de independencia. La ley constituyente del banco nacional, proporciona al Gobierno federal dos maneras de influir sobre el banco central:

- o Poderes prioritarios en la elección de las autoridades gestoras y supervisoras del BNS. Por ejemplo, el Consejo del Banco y el Comité del banco, a quienes el Consejo del BNS debe justificar sus políticas.
- o Coordinación e intercambio de información entre el BNS y el Gobierno antes de las decisiones de política económica y monetaria importantes.

##### **Información remitida por el banco central**

Cada año en Diciembre un comunicado de prensa comunica el marco de la política monetaria para el año siguiente analizando las perspectivas económicas y los objetivos monetarios.

El BNS publica un boletín mensual donde se revisa la política monetaria reciente, un boletín trimestral en el que se realiza un análisis detallado de la situación económica y de la política monetaria y realiza resúmenes de la situación dos veces al año (en primavera y en otoño).

Los discursos realizados por los miembros del Consejo del BNS a veces contienen información sobre la política monetaria.

#### **2.-Control monetario**

##### **Variables de política monetaria:**

***Instrumentos.*** Son los depósitos en el BNS que los bancos tienen que constituir para cumplir los requisitos de reservas y para realizar pagos interbancarios. De un objetivo anual para la base monetaria, se obtiene un objetivo diario, que tiene en cuenta posibles desviaciones políticas y ajustes por los factores de creación de liquidez estacionales. Los saldos en el BNS se conocen cuando se publica el balance del BNS los días 10, 20 y 30 de cada mes.

También se utilizan como variables operativas los tipos monetarios a corto plazo o el diferencial de los mismos con los tipos alemanes. Ambos se relacionan con el objetivo de tipo de cambio.

***Objetivos intermedios.*** Ninguno.

***Objetivos últimos.*** La Constitución Suiza y la Ley Constitutiva del banco central piden que el banco central persiga una política de crédito y de moneda que impida la inflación y el paro. La inflación es el principal objetivo de la política monetaria, aunque el ciclo económico a veces justifica cambios en la política monetaria.

La base monetaria se considera un indicador adelantado en dos o tres años, de la inflación. En los últimos tres años, los objetivos anuales de inflación fueron alcanzados a pesar del reducido crecimiento de la base dado que los cambios institucionales y los elevados tipos de interés redujeron la demanda de dinero. Debido a esto, el BNS decidió no concretar un objetivo de base monetaria para 1991, aunque se sigue considerando como objetivo general un crecimiento del 1% anual en los próximos tres a cinco años. Este crecimiento asegurará la estabilidad de precios a medio plazo.

A corto plazo el control del tipo de cambio del Franco Suizo (FS) restringe la política monetaria. El BNS ha tratado de reducir las fluctuaciones del FS respecto al marco y a otras monedas europeas para evitar riesgos de inflación importada y perturbaciones en el sector abierto de la economía. Los políticos, sin embargo, niegan que haya un objetivo específico para el FS. En realidad, las correcciones que ha hecho el BNS han buscado situar el FS en diferentes niveles durante diferentes etapas, destacando el carácter flexible de éste objetivo.

#### Variables operativas:

##### **Principales operaciones**

*Instrumentos operativos.* Swaps de divisas (dólar frente a franco suizo)

Participantes: bancos. Las intervenciones son diarias, a las 9:00 horas.

En el momento de la intervención, el BNS añade liquidez mediante swaps o no interviene. Las operaciones de drenaje son menos habituales y no tienen lugar a una hora específica. Estas señalan fuertes cambios restrictivos, normalmente en relación con la debilidad del franco suizo.

##### **Otras operaciones**

*Descuento.* Las peticiones de descuento no tienen mucha importancia. Sólo se acepta un tipo de papel como garantía. El tipo de descuento es más importante, ya que sus modificaciones señalan o confirman cambios en las políticas.

*Préstamos Lombard.* Han perdido importancia desde Mayo de 1989 cuando el tipo Lombard empezó a fluctuar (alrededor de 2% por encima del promedio del tipo día a día durante los dos días anteriores). El cambio a un sistema flotante se produjo por la debilidad del franco suizo, pero ha tenido una repercusión negativa en los mercados internos al provocar mayor fluctuación en los tipos de interés.

### 3.-Señales de política monetaria

#### **Que se debe mirar:**

En primer lugar se puede mirar el tipo de interés interbancario día a día que tiende a reaccionar a los excesos y defectos de liquidez, aunque también puede reflejar factores técnicos. No hay información sobre las operaciones diarias pero las operaciones restrictivas importantes son confirmadas por el BNS. Además, se puede hacer un análisis de los balances del BNS que se disponen para los días 10, 20 y 30 de cada mes, aunque los de fin de mes pueden estar distorsionados. Por último, el presidente del BNS realiza discursos e intervenciones de vez en cuando.

## Articulación del control monetario en los principales países desarrollados

### Estructura institucional

<u>País</u>	<u>Autoridad</u>	<u>Frecuencia</u>	<u>Independencia</u>	<u>Información</u>
<b>Estados Unidos</b>	Fed, FOMC	Fed, frecuentemente FOMC, cada 6 semanas	moderada	informe de objetivos reuniones del FOMC
<b>Canadá</b>	gobernador del banco central Consejo del banco central	decisión diaria; comunicación en las 7 reuniones del Consejo	bastante	minutas de las reuniones del Consejo
<b>Australia</b>	Consejo del banco central	todos los meses	moderada	diaria sobre las intervenciones comunicados de prensa
<b>Nueva Zelanda</b>	Consejo del banco central	todos los meses	gobierno: objetivos; banco central: instrumentación	anuncios del banco central
<b>Japón</b>	gobernador, comité ejecutivo, comité de política monetaria del banco central	todos las semanas	pequeña	resúmenes de las reuniones
<b>Alemania</b>	Consejo del banco central Directorado del banco central	cada dos semanas	bastante	conferencias de prensa
<b>Gran Bretaña</b>	Tesoro: canciller del Exchequer	no hay regularidad	muy pequeña	no hay anuncio
<b>Francia</b>	Ministro de Economía/banco central	regularmente	moderada pero creciente	no hay anuncio/ comunicados
<b>Italia</b>	Gobierno Consejo ejecutivo del banco central	no hay regularidad	muy pequeña	informes anuales discursos del gobernador
<b>España</b>	Comités del banco central	todos los meses	moderada	comunicados de prensa
<b>Bélgica</b>	Gobierno Consejo de directores del banco central	tres veces a la semana	pequeña	comunicados de prensa
<b>Suiza</b>	Consejo del banco central	todas las semanas	bastante	comunicado anual intervenciones públicas

## Articulación del control monetario en los principales países desarrollados

### Control monetario

<u>País</u>	<u>Instrumentos</u>	<u>Objetivos intermedios</u>	<u>Objetivos últimos</u>	<u>Variables operativas</u>
<b>Estados Unidos</b>	Préstamos del Fed Tipos de los Fed funds	M2, M3	inflación, inversión, tipo de cambio, agregados monetarios	Mercado abierto: repos y deuda; tipo de descuento
<b>Canadá</b>	Tipos de los T Bills a 3 meses	No hay	estabilidad de precios	Repos: compra de TBills
<b>Australia</b>	Tipo día a día Tipo de cambio	reducción de la volatilidad	estabilidad de la moneda pleno empleo	Repos: compra de deuda; swaps de divisas
<b>Nueva Zelanda</b>	Nivel de reservas bancarias Tipo de descuento	No hay	estabilidad de precios	Pagarés redescontables
<b>Japón</b>	Tipo día a día de depósitos	No hay	crecimiento real, inflación, balanza de pagos	Mercado abierto: repos y deuda; tipo de descuento
<b>Alemania</b>	Tipos de interés	M3	inflación, tipo de cambio	Repos; tipo de descuento; tipo Lombard
<b>Gran Bretaña</b>	Saldos en el banco central Curva de tipos de interés	M0	inflación (no definido claramente)	Mercado abierto con títulos
<b>Francia</b>	Tipo de intervención Tipo del repo a 7 días	M3	inflación, crecimiento, tipo de cambio	Mercado abierto: repos y otros activos; tipo de descuento
<b>Italia</b>	Tipo de interés de depósitos Tipo de ayuda del banco central	M2, Crédito total	inflación, deuda pública	Repos, compra-venta de activos, ayuda ordinaria
<b>España</b>	Tipo de repos a 10 días (tipo de intervención) o a 1 día	M4 (ALP; ALP2) M3	inflación, tipo de cambio, ordenación de mercados	Repos, tipo de intervención, reservas mínimas
<b>Bélgica</b>	Tipo de cambio	Tipo de cambio FB/DM	inflación	Mercado abierto: repos; reservas mínimas
<b>Suiza</b>	Depósitos en el banco central Tipos de interés a corto plazo	No hay	inflación, paro, tipo de cambio	swaps de divisas; descuento